

Institute

07-08
2022年7至8月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

把握週期不同步的機遇

東方匯理研究所

人民幣升值不會挑戰美元主導地位

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



#07/08 - 2022年7至8月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

把握週期不同步的機遇

頁3

當前的重新定價提醒人們，滯脹問題正在變得突出。投資者應轉向信貸和股票的優質領域，並旨在從區域差異中受益，這些差異使我們較喜歡美國（相對於歐洲）和現在的中國股票，但謹慎選擇很重要。在金融類方面，我們建議轉向中性久期立場，但保持敏捷的觀點，在信貸方面，我們看好優質債務，因為收益可能會面臨壓力。整體而言，市場青睞探索大宗商品等非傳統領域的多元化投資立場，以及與股票和債券相關性較低的策略。

東方匯理研究所

各國央行尋求信譽

頁4

央行行長所說的與人們所相信的差距越大，控制通脹的成本可能就越高。

多元資產

對中國和美國的偏好保持謹慎

頁5

雖然市場已經看到股票和收益率重新定價，但我們認為這還沒有結束。投資者不應增加風險，而應嘗試從全球不同的經濟前景中受益

固定收入

政府債券和投資級信用成為焦點

頁6

儘管在增長/通脹前景不確定的情況下波動可能持續存在，但目前的收益率水平使政府債券空間比以前更具吸引力。

股票

盈利的關鍵時刻

頁7

定價能力是關鍵，現在不是在資產負債表實力上妥協的時候，因為收益承受壓力只是時間問題

專題環球投資觀點

人民幣升值不會挑戰美元主導地位

頁8

歐洲和美國的經濟急劇放緩似乎迫在眉睫，這將使債券市場再次具有吸引力，尤其是在美國。相反，預計中國經濟將重新加速。由於地緣政治因素可能盛行，國際貨幣體系將變得極化。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁9
> 最高風險	頁10
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁11
> 環球研究資料集	頁12
> 東方匯理資產類別觀點	頁14

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁15
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁16
> 宏觀經濟及市場預測	頁17
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁18
> 刊物精選	頁19



投資總監的觀點

把握週期不同步的機遇

Vincent MORTIER
集團投資總監Matteo GERMANO
集團副投資總監

過去幾週，隨着通脹熱潮、各國央行行動以及對經濟增長的擔憂加劇，股票和債券價格出現了劇烈波動。這些事件提醒人們注意制度更迭，我們正在目睹滯脹風險的捲土重來以及央行試圖維護其信譽。展望未來，增長、通脹和央行政策將繼續推動市場：

(1) 經濟增長：我們已預計今年年初增長會減速，但現在我們正走向明顯放緩，尤其是在歐元區，存在技術性衰退的風險。這主要是由於歐洲私人消費和投資疲軟（受通脹影響最大）。相比之下，美國強勁的私人消費和投資應會繼續支持增長。但我們預計2023年將出現明顯放緩和上升的衰退風險。市場將關注增長路徑，尤其是美國前景惡化的任何訊號。

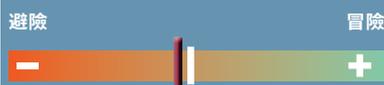
(2) 通貨膨脹——尚未達到頂峰，美國和歐洲的驅動因素不同：預期的通脹峰值已被推遲，而峰值水平已高於最初的預期。美國和歐洲的通脹驅動因素不同，美國的通脹更多是由需求驅動，而在歐洲，通脹的主要原因一直是供應緊張，戰爭帶來的能源衝擊進一步加劇了前景。在增長放緩的環境下，通脹也應該放緩。

(3) 各國央行恢復信譽的艱鉅任務：一般而言，當通脹由強勁的內部需求驅動時，貨幣緊縮會更有效。然而，當通脹是由外部因素（供應限制）引起時，央行收緊對於抑制通脹並不是很成功。因此，美國有更大的收緊空間，而歐洲央行的處境更糟，因為它還必須解決歐盟的分裂問題，正如歐洲央行宣布專門的反分裂工具所表明的那樣。整體而言，我們認為，當通脹見頂且注意力轉向增長趨勢走低時，央行可能會暫停並提供比最初聲明的更少的資金。

在這種仍然高度波動的背景下，投資者應保持多元化並避免增加風險，因為市場雖然已率先進行重新定價，但尚未結束。現在是時候轉向可以保持利潤的優質領域和有彈性的商業模式了。尤其是：

- **最近的債券拋售使這一資產類別有選擇性地更具吸引力**，因為各國央行的鷹派態度現在已經被消化，並且在某個時刻，央行可能被迫減少行動以避免經濟衰退或進一步分散化。目前的水平對保險公司和養老基金等投資者也越來越有吸引力，這可能會限制收益率進一步上漲的潛力。我們比以前更積極，在美國和核心歐洲的持續時間接近中立，但整體上保持敏捷方法。在歐元外圍債務方面，我們保持中立，並密切關注碎片化風險。
- **信貸——考慮到對收益的一些擔憂，我們建議轉向更優質的信貸**，並在整個信貸範圍（投資級和高收益債券）中更具選擇性。然而，鑑於該國強勁的消費和勞動力市場，我們對美國投資級債券的區域偏好仍然存在。這應該有助於實現更佳的經濟增長。
- **股票——我們保持整體警惕**，鑑於歐洲進一步下調盈利評級尚未完全消化，我們對高通脹帶來的不利因素持謹慎態度，這可能會抑制消費者需求。另一方面，美國的表現應該相對較好，我們保持對美國的偏好。就風格而言，投資者應選擇價值型、優質型和股息導向型股票等週期性較少的領域。擁有強大資產負債表和定價能力以及能夠將不斷上漲的成本轉嫁給消費者並保持利潤率的公司應該會表現得很好。
- **我們對中國A股的看法略微樂觀**，因為這些股票似乎與發達世界更加隔絕，滯脹風險正在飆升。我們還預計這一資產類別將受益於中國經濟的重新開放和實施的刺激措施。
- **出於多元化目的，投資者應考慮與股票和債券相關性較低的商品和策略。**在貨幣方面，我們保持對美元的偏好，而不是歐元，其次是日圓。

整體風險情緒



在滯脹環境下，不要增加風險；相反，保持多元化，轉向股票、信貸等質量更高、週期性更少的領域。

與上個月相比的變化

- ▶ 盈利衰退風險使我們在短期內對歐洲持謹慎態度。
- ▶ 在重新開放和政策支持下看好中國。
- ▶ 由於各國央行堅持寬鬆政策，對日圓的樂觀程度有所下降。

整體風險情緒是對最近環球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

東方匯理研究所

簡而言之就是要看大局



Pascal BLANQUÉ
東方匯理研究所主席

央行行長所說的與人們所相信的差距越大，控制通脹的成本可能就越高

各國央行尋求信譽

西方貨幣政策在幾週內發生了令人難忘的大轉彎。聯儲局公佈了自1994年以來的最大利率上調，而歐洲中央銀行正為即將加息作準備。市場動盪，投資者質疑各國央行的信譽，經濟衰退的可能性開始上升。央行官員所說的和人們的看法之間的差距越大，控制通脹的成本可能就越高，因為需要大幅收緊貨幣政策來控制對物價上漲速度的預期。

今天的大多數人從未遇到過持續的高通脹時期。相反，當前的集體記憶是由央行更擔心低於其通脹目標並可以自由採取行動支持增長的環境塑造的。然而，幾十年的低通脹與貨幣政策關係不大，更多的是與其他因素（巧合）有關，例如中國進入世界經濟舞台，壓低了國際勞動力成本。既然通脹預期變得不穩定，就需要一種新的方法。我看到三個主要情景：

1. 「可信的通貨緊縮」：最近對低通脹的集體記憶盛行，各國央行的信譽得到恢復。在這種情況下，可以控制經濟軟着陆。金融市場將回到危機前以相對較低的利率和較低的風險溢價為特徵的情況。這或多或少是今天的定價，儘管某些被高估的資產類別和細分市場出現了挫折。除非通脹自行回落，否則這種情況似乎不太可能發生，這一發展與導致近幾十年低通脹的一系列巧合相提並論。
2. 「難以置信的通貨緊縮」：各國央行一開始就遠遠落後於曲線，並且正在競相防止長期休眠的通脹記憶重新浮現並變得根深蒂固。貨幣政策行動將對市場和經濟活動造成痛苦，但對於抑制通脹是必要的。在這種情況下，投資者應該避而遠之，等待風暴過去。經濟將會出現衰退，資產價格泡沫會破裂，但隨後會恢復正常。這是一個可行的選擇，但政策制定者可能缺乏打這場漫長而艱苦的戰鬥的決心。
3. 「難以置信的通貨膨脹」：各國央行並非偶然或錯誤地落後於曲線，而是正在發生深刻的變化。央行將容忍通脹上升，以促進名義增長。這也代表公眾心理的結構性變化，更高的通脹預期將成為常態。在這種情況下，股市的表現將好於預期，實際利率將在一段時間內保持在低位，從而推遲——但不是消除——衰退風險。在這種情況下，投資者應該尋求透過實物資產來應對通脹。這是當前共識觀點的可靠替代方案。

了解我們新的2022年下半年
環球投資展望
「高於零的生活：投資者在利率上升時期的旅程」



	最有可能發生		
預測量	可信的通貨緊縮	難以置信的通貨緊縮	難以置信的通貨膨脹
概率			
結果	通貨膨脹自行回落，並且可以控制經濟軟着陆。	強硬的貨幣政策行動能控制通脹，但亦導致了經濟衰退。	央行容忍通脹上升以促進增長。這導致通脹預期發生持久變化。
影響	正面 市場回到危機前的水平，利率低，風險溢價低。	非常負面 資產價格泡沫破滅，金融市場進入大幅調整期。	看好股票 實際利率在一段時間內保持在低位，股市表現好於預期。

資料來源：東方匯理研究所，截至2022年6月27日。



多元資產

對中國和美國的偏好保持謹慎



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管



John O'TOOLE
多元資產投資解決方案主管

雖然市場已經看到股票和收益率重新定價，但我們認為這還沒有結束。投資者不應增加風險，而應嘗試從全球不同的經濟前景中受益

俄烏戰爭、能源需求/供應動態和央行加息的影響正在給市場造成雙重打擊。儘管我們看到了增長壓力，但通脹的上行壓力已經建立了相當長一段時間（金融抑制），這將共同影響企業盈利，尤其是在歐洲。政策操作增加了另一層複雜性，將收緊金融狀況。我們認為投資者應探索相對價值並發揮分歧：對歐洲股市保持謹慎，並選擇性地受益於美國的韌性和中國的經濟開放。在久期方面，中立和敏捷是前進的方向。此外，股票和債券之間的正相關性強調需要透過非傳統途徑，如大宗商品（如石油、黃金）實現多元化。

高信念投資意念

雖然我們對股票略微謹慎，主要是由於我們對歐洲的立場，但我們堅持我們對美國的區域偏好。歐洲受烏克蘭危機的影響更大，由此對通貨膨脹和需求以及企業盈利疲軟的影響。在新興市場，當我們尋找相對價值機會時，由於中國與全球經濟的不同步和寬鬆的政策，我們正在轉向看好中國（相對於印度；由於商品的通脹影響）。

在固定收益方面，隨著美國和歐洲的核心收益率大幅上升以及對經濟增長的擔憂出現，我們一直在降低久期（美國、核心歐洲）的謹慎立場，並走向中性立場。然而，在通脹路徑和央行終端利率存在不確定性的情況下，我們保持靈活。在英國方面，我們不再相信2-10年曲線會變陡。由於鷹派央行債券導致短期收益率大幅上升，全球收益率曲線趨平，這可能對英國短期收益率造成上行壓力。我們建議投資者在曲線和地域上保持活躍，以利用任何未來的機會。

在歐元外圍債務方面，我們對10年期意大利BTP的樂觀立場不如以前。鷹派的歐洲央行和向更高核心收益率的整體趨勢導致了一些波動。我們正在密切關注歐洲央行行為避免歐元區分裂所作出的努力和溝通。在其他地方，我們認為聯儲局收緊政策的決心可能會影響新興市場債券，我們目前對新興市場債券持中性態度，但情況是動態的，我們仍保持警惕。在信貸方面，我們繼續認為美國投資級公司在該國盈利彈性、強勁的消費和企業基本面的情況下提供了機會。然而，由於價差擴大和違約進一步增加的風險，我們對在高收益部分進行定向看漲持謹慎態度。有機會從波動性的飆升中獲利，但我們仍然有選擇性。

毫不奇怪，各國央行的政策決定正在影響外匯市場。在日本央行決定堅持其寬鬆立場後，我們現在對日圓（兌歐元）的樂觀態度較低，這應會拖累日圓的匯價。但我們維持對瑞郎兌歐元的正面看法以及對歐元兌美元的謹慎立場，因為利差很大，有利於美國。美元兌加元應該會繼續表現良好。在新興市場方面，儘管我們整體上對外匯持謹慎態度，但我們仍看好巴西雷亞爾、波蘭茲羅提和匈牙利福林。雷亞爾應可受益於大宗商品價格上漲，而波蘭和匈牙利是大宗商品進口國，實際上接近烏克蘭危機。

風險與對沖

由於波動性顯著增加，對沖成本一直在上升。我們建議投資者評估對沖的成本效益，並保持對信貸、外匯和股票的保護。投資者應建立保護措施，牢記即將到來的收益季節和經濟衰退（目前有限）的潛在風險。

東方匯理資產縱橫信念

	一個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票				■				
信貸和新興市場債券	↘					■		
存續期	↗				■			
石油	↘				■			
黃金					■			

資料來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的跨資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/+/+/+)。此評估可能會有所變化。

CGB=中國政府債券; EM=新興市場; PBoC=中國人民銀行; FX=外匯; IG=投資級; HY=高收益; CB=各國央行; BTP=意大利政府債券; EMBI=新興市場債券指數; QI=量化緊縮。



固定收益

政府債券和投資級信用成為焦點



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

儘管在增長/通脹前景不確定的情況下波動可能持續存在，但目前的收益率水平使政府債券空間比以前更具吸引力

通脹壓力、持續的瓶頸和收緊的金融狀況可能會導致一些發達市場陷入衰退。各國央行正在積極控制通脹，因此短期利率可能會高於中性利率。市場面臨的主要問題是貨幣緊縮在多大程度上是必要的，以及對消費者需求和企業盈利的影響。在收益率方面，我們可能會看到一些進一步的波動，但考慮到增長方向下降且通脹達到頂峰，目前的水平更具吸引力。在信貸方面，需要在投資組合中考慮更多優質資產，並遠離高風險、槓桿領域。

環球及歐洲固定收益

整體而言，我們在久期方面保持接近中性，但由於終端利率、通脹和經濟增長擔憂的模糊性，我們在各個地區和曲線上保持靈活立場。例如，在歐洲和英國，我們持謹慎至中立態度，但在美國保持防守立場。在盈虧平衡通脹率方面，我們認為聯儲局激進的立場可能導致實際利率上升，因此我們不再看好。不過，在外圍債務方面，我們保持中立，因為我們監控歐洲央行政策的演變以及央行如何透過其尚未明確的反碎片化工具解決歐洲貨幣聯盟碎片化問題。中國債券繼續提供多元化投資（分散投資）機會。在信貸方面，一些精選機會可從新發行的溢價中受益。整體而言，我們較喜歡美國而不是歐洲投資級債券，並認為基本面穩健，但隨着增長和流動性擔憂滲透到風險領域，我們可能會看到一些疲軟。因此，投資者應保持足夠的緩衝，並從高風險名稱轉向優質A級、更具流動性的證券。

美國固定收益

即使美國聯儲局繼續以「軟着陸」為目標，我們認

為經濟增長放緩可能是央行在試圖平衡抑制通脹而不阻礙增長時將關注的一個因素。我們還認為，就業和消費者需求依然強勁，這應可防止短期內出現衰退。因此，儘管市場已經對聯儲局的高度緊縮進行定價，但收益率的風險仍然是雙向的。因此，我們接近中立，但仍然非常進取。在消費者資產方面，機構MBS似乎已經從量化緊縮的擔憂中恢復過來，我們謹慎地作出考慮，並認為這些產品能提供良好的價值。在企業信貸方面，我們強調優質信貸，並在此過程中限制我們的利差久期。這很重要，因為信貸估值（投資級和高收益債券）接近其長期平均水平，但肯定不便宜（作為一個整體），如果流動性枯竭，這些可能會受到影響。因此，流動性和公司特定因素是一個優先考慮要素。

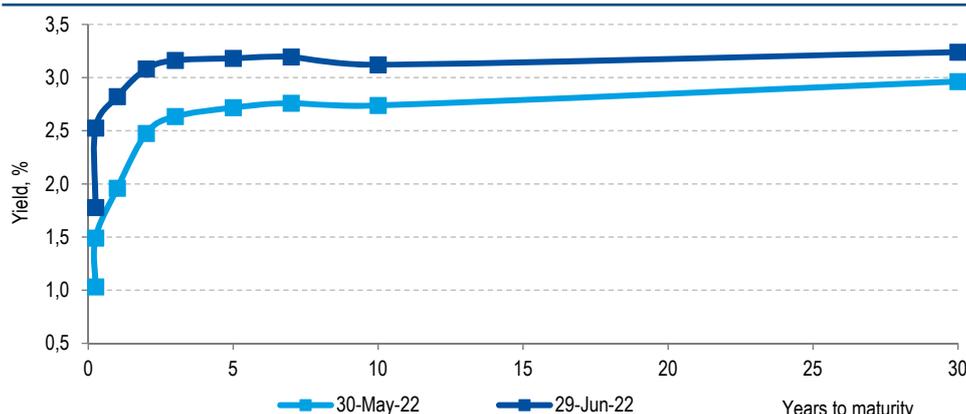
新興市場債券

在整體謹慎的立場下，我們認為新興市場增長將在2022年放緩，並在2023年反彈。鑑於今年的走勢，我們對久期的謹慎程度略低。在高收益債券方面，與投資級債券相比，高收益債券的估值更具吸引力。關於本幣證券，在通脹不確定的情況下，慎選仍然至關重要，我們對新興市場外匯持謹慎態度。在區域層面，我們看好受商品週期影響的國家（拉丁美洲和南非）。

外匯

由於對加息的預期，我們看好美元，儘管我們正在密切關注走勢。對於歐元、日圓、人民幣，我們保持謹慎。在新興市場，商品出口外匯（墨西哥比索、智利比索）受益於價格上漲，但東歐外匯受到拖累。

美國六月收益率曲線進一步重新定價



Source: Amundi Institute, Bloomberg, data as on 29 June 2022.

GFI=環球固定收益; GEMS/EM FX=環球新興市場外匯; HY=高收益; IG=投資級; EUR=歐元; UST=美國國庫債券; RMBS=住房抵押貸款支持證券; ABS=資產支持證券; HC=硬通貨; LC=本地貨幣; MBS=抵押貸款支持證券; CRE=商業房地產; QT=量化緊縮



股票

盈利的關鍵時刻



Kasper ELMGREEN
股票部主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

定價能力是關鍵，現在不是在資產負債表實力上妥協的時候，因為收益承受壓力只是時間問題

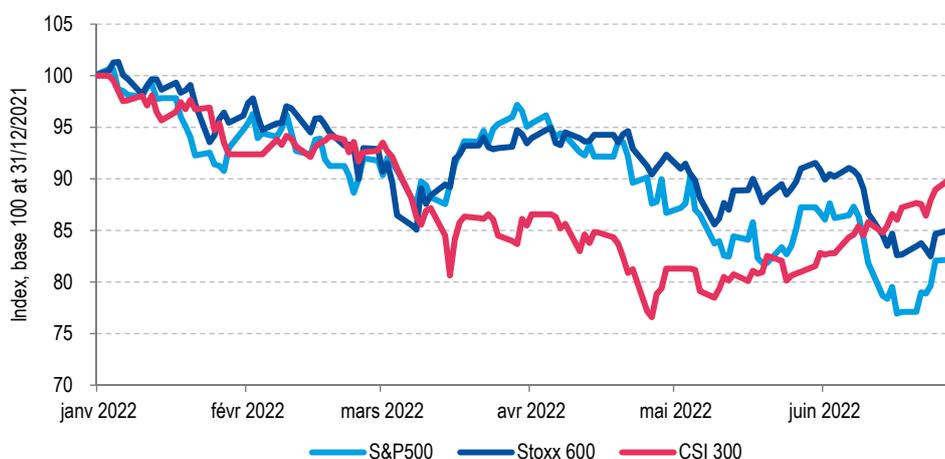
整體評估

一段時間以來，我們一直在強調，鑑於即將出現的經濟增長風險，估值並不完全合理，但這直到最近才在市場上顯現。**整體而言，增長擔憂、央行積極收緊政策以及高通脹導致了近期的拋售。**展望未來，我們認為盈利增長可能會受到可支配收入下降、融資成本上升和投入成本上升的影響（盈利修正可能會下降）。然而，並非所有行業部門、地區和企業都能平等地感受到這種影響。擁有定價權並展示產品差異化的公司應該會表現得更好。**證券選擇是長期回報的關鍵，同時我們也發揮區域差異——近期偏好美國和中國。**

歐洲股票

在歐洲充滿挑戰的環境中，我們認為不斷上漲的投入品價格和利率將對企業盈利和估值造成壓力。我們還注意到，各個行業的估值差異很大，並認為投資者應保持槓鈴式敞口，一方面是防禦性股票（醫療保健、必需品），另一方面是價值、週期性股票（材料、工業）。**然而，重要的是保持平衡，保持投資組合的質量傾斜，並關注公司的定價能力和資產負債表實力。**這是因為能夠將不斷上升的投入成本轉嫁給消費者的企業可能會保持利潤率。因此，我們將慎選作為我們的主要風險驅動因素。我們對資訊科技和公用事業保持謹慎態度，特別是在估值昂貴且我們認為風險回報權衡不具吸引力的領域。

股市表現的地區差異將繼續存在



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 27 June 2022.

美國股票

「財富效應」（資產價值損失阻礙了可自由支配的支出），加上高通脹，可能會導致增長放緩，但衰退不是我們的基本情況。最近的修正降低了估值，但倍數並不便宜，由於目前利潤率很高，公司仍面臨盈利修正的風險。另一方面，高通脹和增長放緩是目前的共識，儘管市場並未完全理解。**我們堅持我們對透過回購/股息獎勵股東並在投入價格較高的環境中保持營運效率的公司的信念。**我們在價格合理的市場的優質股、價值細分市場中看到了此類公司。此外，我們正在探索某些增長領域的盈利名稱，因為它們在修正後變得有吸引力，但慎選仍然至關重要。然而，我們對無利可圖的增長股持謹慎態度，並尋求穩定的股本回報率。價值股和美國銀行以及能源、材料和醫療保健領域的精選股票都證明了這一特徵。但我們專注於市場中週期性較小且以質量為導向的領域。

新興市場股票

由於環球不確定性依然存在，我們保持審慎立場。**有吸引力的估值，加上巨大的差異，在國家層面持續存在，使我們能夠非常有選擇性地青睞商品出口國（巴西、阿聯酋）。**在中國方面，市場情緒轉好，尤其是在非必需消費品方面，因為預期需求反彈。整體而言，我們保持對價值型而非增長型投資的偏好。



專題環球投資觀點

人民幣升值不會挑戰美元主導地位



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監

在入侵烏克蘭後凍結俄羅斯央行的資產提醒所有主權投資者，其配置選擇具有策略意義

歐洲和美國的經濟急劇放緩似乎迫在眉睫，這將使債券市場再次具有吸引力，尤其是在美國。相反，預計中國經濟將重新加速。由於地緣政治因素可能盛行，國際貨幣體系將變得極化。

通脹的回歸將影響所有長期投資者的策略配置，尤其是央行和主權基金。聯儲局正在迅速使貨幣政策正常化，這導致美國以及歐洲的長期利率迅速上升。這有助於加強美元。

與此同時，**歐洲甚至美國都可能出現經濟急劇放緩（甚至衰退）**。這將使許多投資者有機會重新定位美國國債。在目前的水平上，與中國債券市場相比，美國債券收益率變得更具吸引力。**當通脹放緩時（我們預計2023年會發生這種情況），美國債券收益率將變得更具吸引力。**

這是否意味着美元將繼續主導國際貨幣體系？

這個老問題不時浮現。儘管過去60年來貨幣體系發生了重大的結構性變化，美元仍然是主要的國際儲備貨幣。然而，美元在全球儲備中的份額已從1999年歐元推出時的71%降至59%。這表明在俄羅斯對烏克蘭的戰爭之前，各國央行正在逐漸遠離美元。一些人預計，隨着新興經濟體的央行尋求進一步多元化其儲備組合，這一趨勢將繼續甚至加速。

在入侵烏克蘭後凍結俄羅斯央行的資產提醒所有主權投資者，其配置選擇具有策略意義。美國政府——透過財政部長耶倫——現在正在推廣「朋友支持」的概念，即各國承諾與遵守一套關於如何在環球經濟中運作以及如何管理的規範和價值觀的國家合作環球經濟體系。西方國家為了增強韌性和策略獨立性，自然會考慮到這一論點。回想一下，**從歷史上看，軍事實力和貨幣優勢是交織在一起的**。正因如此，中國周邊國家將尋求增加對人民幣的敞口，以犧牲美元為代價。電子人民幣的推出肯定會幫助這些國家做到這一點。

烏克蘭戰爭對國際貨幣體系的長期影響尚不確定。這取決於各國的反應，因為地緣政治因素將越來越多地被考慮在內。在一個支離破碎的多極世界中，不再存在一種主導貨幣。毫無疑問，**人民幣會變得更加國際化，但這可能僅限於少數幾個國家**。雖然人民幣將發揮越來越重要的作用，但它不會取代美元的地位。

本文於2022年6月24日定稿



中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

與上個月相比，我們保持中央情景和替代情景的概率不變。歐元區新一波的新冠疫情及經濟停滯是短期內增加經濟增長不確定性的另一個來源。

下行情景 30%	中央情景 60%	上行情景 10%
重新陷入滯脹	巨大分歧	包容且可持續的增長
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭持續正在損害信心和活動，並推高大宗商品和能源價格更長時間，並擾亂供應。 俄羅斯削減了對德國的天然氣供應，德國將在2023年進入衰退。 新冠疫情死灰復燃，導致全球各地出現新的流動限制措施和瓶頸情況，擾亂供應鏈。 這兩個觸發因素都會導致經濟下滑，而通脹仍然處於高位且不受控制。 幾個新興市場違約，以及發達市場公共債務的可持續性。 為支持經濟而重新實施的貨幣和財政寬鬆政策，可能是金融抑制的進一步舉措。 在增長放緩的情況下出現通脹，迫使一些央行，尤其是歐洲央行偏離其指導方針，並可能失去信譽。 旨在應對氣候變化的政策和投資被推遲及/或國家政策實施無序。 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭正在打擊信心，維持商品和能源價格上漲。 新冠肺炎是一種風土疫病，具有隨機傳染波(中國)；全球經濟活動受阻，但供應鏈瓶頸依然存在。 經濟增長分歧擴大： <ul style="list-style-type: none"> • 環球經濟增長在2022年逐漸放緩至現有趨勢，使2023年面臨下行風險。 • 在第二季度GDP收縮之後，中國有望在下半年反彈 • 歐元區和英國的停滯或技術性/短期經濟衰退 • 美國經濟具有韌性，但預計將放緩：2023年增長低於平均水平(經濟衰退風險上升)。 整體通脹正在見頂，但仍將保持高位。高商品價格、供給側瓶頸和不斷上升的工資壓力將推高一些地區(例如：歐元區)的核心通脹率。 各國央行遵循不同的路徑： <ul style="list-style-type: none"> • 聯儲局繼續大幅加息(短期)；但在下半年採取更加溫和的立場 • 英國央行處於疲軟的上漲週期 • 歐洲央行將在下半年加息三倍，但沒有真正的緊縮週期空間(衰退風險) • 中國人民銀行將保持偏向寬鬆 • 債券收益率會走高，但會在更長時間內保持低位 財政政策：緩和能源價格的短期影響(透過有針對性的措施，特別是在歐洲)。 氣候變化擾亂了商品週期並加劇了滯脹趨勢。 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭結束，制裁亦逐漸撤回。能源和大宗商品價格降低，加上通脹迅速回落。 本土疫情消退速度比預期要快，儘管有變種出現。 <ul style="list-style-type: none"> ● 額外儲蓄和工資增長會鼓勵消費，而不會侵蝕企業利潤。 ● 由於技術變革和結構改革，生產力將提高 通脹仍在控制之中，央行正在逐步恢復正常。 由於投資更強勁而且儲蓄減少，名義和實際利率有所上升。 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。 與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。 氣候變化政策和能源轉型成為首要任務。
市場影響	市場影響	市場影響
<ul style="list-style-type: none"> — 偏好現金、美元和美國國債 — 使用最小波動率策略 — 黃金 — 大宗商品及能源 	<ul style="list-style-type: none"> — 預期經風險調整後的實際回報下降 — 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制 — 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹 — 新興市場：短期謹慎，長期實際收入和增長故事完好無損 	<ul style="list-style-type: none"> — 美國國債曲線熊市變陡 — 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產 — 偏好掛鉤產品和股票作為通脹對沖
<ul style="list-style-type: none"> 地緣政治 增長和通脹預期 貨幣和財政政策 新冠疫情相關主題 	<ul style="list-style-type: none"> 復甦計劃或財務狀況 私人 and 公共發行人的償付能力 	<ul style="list-style-type: none"> 經濟或金融制度 社會或氣候相關議題



最高風險

本月更新

我們將經濟、金融和(地緣)政治風險的概率維持在30%。我們將新冠疫情相關風險(包括中國的封城措施)視為經濟風險的一部分。風險被聚類以簡化對沖策略的檢測,但對沖策略顯然息息相關。

經濟風險30%

- 石油和天然氣沖擊導致**環球經濟衰退**,並隨着烏克蘭戰爭停滯不前出現情緒惡化
- 在俄羅斯經濟崩潰、能源價格上漲、通脹失控和移民危機之後,**東歐出現經濟危機**
- 新冠疫情大流行3.0
 - 在Omicron (2.0) 之後,一種更危險且具有疫苗抗性的變體開始了新的浪潮
 - 新的封鎖措施或流動限制可能進一步破壞環球復甦
- 供應鏈瓶頸的影響**持續(中國推行封城措施)**,投入成本壓力導致企業盈利衰退
- **中國新冠疫情清零政策加上監管打擊和房地產市場崩盤**,導致增長前景下降
- 貨幣政策失誤
 - 在地緣政治高度不確定的情況下,各國央行的溝通不暢
 - 各國央行低估了供應驅動的通脹的強度並失去了控制
- 與氣候變化相關的自然事件損害了經濟增長的能見度及社會平衡。

+ 現金、掛鉤證券、日圓、黃金、美元、優質(相對增長型)投資產品、防守型(相對週期性)投資產品、石油

- 風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

財務風險30%

- **主權債務危機**
 - 持續的烏克蘭戰爭將損害發達市場脆弱的公共財政,因為公共債務佔GDP的比例已經處於歷史高位
 - 通脹預期脫鉤可能導致更嚴峻的貨幣緊縮和債券市場錯位
 - 大多數國家都容易受到評級下調和利率上升的影響
 - 新興市場的脆弱性亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險
- **企業償付能力風險增加**,儘管基本面惡化、不確定性上升、企業利潤率承壓(投入成本高、重複訂單導致盈利預警)
- 廣泛的「**漂綠**」和**ESG投資泡沫**損害了能源轉型資金
- **美元不穩定**並逐漸喪失其儲備貨幣地位導致貨幣市場不穩定
- **貨幣戰爭**:貨幣升值是央行應對通脹壓力的一種方式

+ 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

- 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

(地緣)政治風險 30%

- **烏克蘭戰爭**
 - 俄羅斯軍事成功後的短期決斷:隨着投資者開始對普京越過新紅線進行定價,市場仍然不穩定
 - 持久的軍事鬥爭導致高強度衝突,並可能導致西方軍事對抗
- **歐盟政治分裂**或民粹主義選票導致在如何管理與俄羅斯的關係上存在分歧
- **美國對中國採取強硬路線**,以阻止任何企圖入侵台灣的行為。南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭的風險
- **新興市場政治不穩定**由以下因素驅動:食品及能源價格上漲,導致類似阿拉伯之春的動盪浪潮
- 伊朗或北韓的核計劃再次引發擔憂和制裁
- 在能源轉型方面**中美失去公信力**,破壞巴黎協定
- 由於缺水和遷徙,**全球變暖**導致衝突風險增加
- **網絡攻擊或數據洩露**,破壞安全、能源和健康服務領域的資訊科技系統

+ 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品、石油

- 信貸和股票、EMBI



資產縱橫：檢測市場轉折點

轉折點已經出現

接近轉折點

言之尚早

經濟背景

- 儘管嘈雜的GDP數據模糊了對潛在趨勢的解讀，但在通脹壓力上升且未減輕內需和疲軟的情況下，經濟勢頭正在逐步放緩：食品和能源通脹打擊家庭購買力，作為累退稅運作，而成本的管道壓力有增無減邊使邊際處於壓力之下。
- 通脹和增長前景的修正方向不斷分化，因為越來越高的通脹仍然是拖累信心和限制增長的關鍵因素。滯脹壓力在歐元區尤為明顯。
- 大宗商品和能源價格長期承壓，導致更持久的通脹和收緊貨幣政策，加劇了經濟不確定性，因為增長和通脹組合的前景遠沒有那麼樂觀。

基本面與估值

- 儘管最近出現了一些試探性反彈，但市場仍然沒有那麼緊張，儘管它們並沒有忽視衰退的環境，也沒有提出有意義的切入點。
- 量化緊縮將解決通脹問題，防止倍數擴張，而考慮到原材料的潛在短缺，至少在歐洲，預期仍然非常樂觀。

中立 +
資產配置

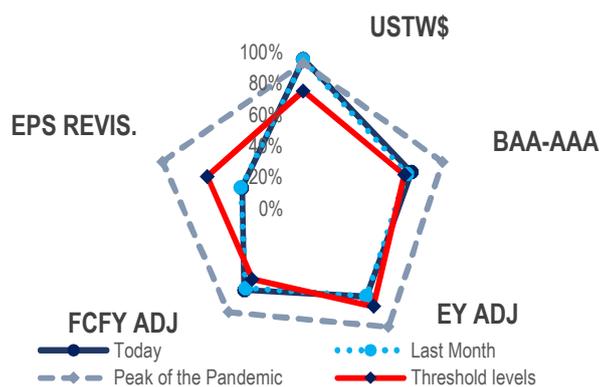
技術資料

- 六月上旬，大多數風險資產觸及極度超賣水平，RSI和反向指標（牛/熊、恐懼和貪婪）要求均值回歸。
- 月底，出現了一次救濟性反彈，反向信號減弱。缺乏能見度和勢頭不佳（風險資產趨勢仍然高度分散），從技術角度繼續暗示整體中性敞口。

情緒

- 由於央行的鷹派反應增加了未來幾年環球經濟放緩的可能性，大多數風險資產在六月上半月繼續走低。
- 市場的風險集中度仍然很高，整體避險概率繼續暗示短期內的防禦性配置。
- 穆迪的Baa-Aaa價差在六月突破了警戒水平，表明經濟疲軟和美元走強的傳導。環球金融狀況持續收緊，以應對更持續的通脹。

資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



Source: Amundi Institute, Data as of 24 June 2022

CAST風險認知未能顯示第一季度的結構性增加。每股盈利修正已開始顯示全球前景不太樂觀，美元仍然是強烈要求避險的維度。然而，信貸風險溢價未能超過我們的警戒閾值（即100個基點），且部分平衡了整體評估。

研究方法：我們考慮五種我們稱之為「前哨」的輸入數據：美元貿易加權指數 (USTW\$)、穆迪的Baa-Aaa、每股盈利修正、已調整盈利收益率風險、已調整現金流收益率風險。這些「前哨」用於為我們的戰術資產配置進行重新定位。一旦檢測到合理的閾值，就會將這五個變量匯聚為一個指標，以一定的信念水平預測市場的壓力狀況。五邊形顯示五個「前哨」，其中紅線表示警戒閾值。紅線上方的距離越大，風險感知就越明顯，最終需要更接近防守型資產配置。



環球研究資料集

1 各國央行決心對抗通貨膨脹

- **歐洲央行**的政策加息將取決於其限制金融分散化的能力。
 - 歐元區碎片化是歐洲央行在加息時面臨的最大威脅。
 - 由於債務成本較低，名義增長前景較高，而且反碎片化工具已經存在，因此不太可能重蹈2011年的覆轍
 - 透過加快完成新的反碎片化工具的設計，歐洲央行已經表明了防止貨幣政策傳導受損的承諾。因此，應該避免2011年夏季的情況重蹈覆轍。
- **聯儲局**計劃在年底前將利率提高到中性以上。聯邦公開市場委員會希望更積極地提前加息，增加美國經濟衰退的可能性。
- **英倫銀行**可能因經濟惡化而收緊貨幣政策。我們認為英國央行相對於市場的看法最為鴿派。

投資後果

- 央行終端利率：美國@3.75%（略低於市場）、歐洲央行@1.25%和英國央行@1.75%（相對於市場均很溫和）。
- 外圍債券中性，曲線更平坦。

2 低增長和高通脹仍然是關鍵

- **發達市場**：美國增速放緩至低於趨勢水平；隨著徹底衰退的風險上升，歐元區的增長停滯不前。
- **新興市場**：我們將2022年中國經濟增速下調，同時將巴西和南非等商品國家升級。
- 烏克蘭戰爭對新興市場國家產生了各種影響，其中一些國家明顯受益於商品和能源價格上漲。儘管中國經濟增長被下調，但整體增長修正持平。

投資後果

- 滯脹環境的定位得到確認：股票仍可增持、減持通脹資產、增持信貸、以及減持政府債券及掛鉤證券。

3 中國股市：壞消息已被計入價格

- 更多支持性政策信號和逐步解除限制正在導致更積極的增長前景
- 2021年初以來中國股市下跌背後的幾個因素：
 - 新的監管改革，主要影響科技股和房地產股；
 - 烏克蘭衝突加劇了地緣政治緊張局勢，隨後全球大多數央行收緊了通脹和貨幣政策；
 - 因應美國《外國公司控股責任法案》的退市逆風（法案要求在美國證券交易所上市的公司聲明自己並非由政府所有或控制）；
 - 新冠「清零」政策。
- 更多支持性政策信號和逐步解除限制（對增長有利）應該會在不久的將來穩定股市。
- 由於投資者正尋求將自己置於高通脹環境中，中國可以成為價值交易的好機會。
- MSCI中國的基本面要求該指數從2021年以來的修正中反彈。

投資後果

- 長期持有H股、利率和大宗商品。

4 日本股市與日圓脫鉤

- 2021年，結構性和週期性力量支撐日圓走軟：日本的基本面在發達市場中最为疲軟，超寬鬆的貨幣政策使日圓對融資策略極具吸引力。
- 我們看到2022年以後的制度轉變：基本面仍然證明貨幣疲軟合理，我們認為日本央行不會改變其鴿派立場的迫在眉睫風險。然而，週期性力量和競爭挑戰表明，大部分負面壓力應該已成過去。
- 類似衰退的情景有利於日圓並懲罰日本股市：
 - 日圓受到結構性和週期性力量的推低，但如果發生衰退，該貨幣將成為主要受益者之一；
 - 經濟衰退反而會懲罰日本股市，因為日股是一個週期性市場。

投資後果

- 我們認為當前水平的貶值幅度有限，並預計在未來十二個月內將扭轉近期的部分跌幅。
- 美元兌日圓目標，六個月為129（市場共識：130），十二個月為122（市場共識：126）。



環球研究資料集

5 集中風險按照歷史標準計頗高

- 利率的波動性超過了股票和外匯的波動性。
- 從歷史上看，當風險敏感資產之間的相關性上升時，系統性風險會變得更加嚴重。
- 持續的風險資產拋售始於低風險集中度，因為大部分舉措都轉化為更高的股票波幅。熊市越成熟，黃金和瑞士法郎表現越好，增加了風險集中度。
- 當前讀數高於我們的內部警報，但我們認為進行均值回歸可能為時過早。日圓已經落後於其通常的多元化模式，其反彈可能會繼續支持更高的集中度。
- 儘管東方匯理的風險集中指數目前高於警戒水平，但我們認為均值回歸可能為時過早。

投資後果

- 戰術防禦性跨資產配置：ptf beta <1 以及增持現金。

6 市場尚未對經濟衰退下調估價

- 修正已結束高估的情況。現在要小心前方充滿挑戰的環境。
- 計入價格的是什麼：由於通脹水平上升，貨幣政策持續轉向收緊。
- 未計入價格的因素：利潤或經濟衰退的可能性。當前的基本市場敘述並沒有完全消除不斷惡化的利潤率，或者流動性流失、金融狀況惡化和已經開始出現的生產力中斷的壞組合。

投資後果

- 因此，在經濟活動放緩、隨後就業惡化和收入下調的情況下，價格將不得不大幅下調。
- 我們重申未來幾個月謹慎配置風險資產的理由，等待利潤的更多可見性。

新冠疫情更新**Pierre BLANCHET**——投資情報部主管

隨着導致中國經濟部分關閉的新冠疫情浪潮退去，歐洲和北美似乎正在出現新的浪潮。根據世衛組織的數據，歐洲錄得的病例數已從五月底的約90萬增加到撰寫本文時的250萬多宗。法國在這一階段受到的影響最大，其次是德國、西班牙和意大利。雖然嚴重病例的比率相對於病例總數仍然有限，但死亡人數仍在增加。在美國方面，確診病例數量的增加並不那麼殘酷，但情況仍然是真實。結果，隨着度假者開始流動遷移，西方即將經歷一個複雜的夏天。

影響歐洲的新浪潮由Omicron家族的一種全新、更具傳染性的BA5變種推動。一些專家對國家當局缺乏反應感到擔憂，並呼籲恢復社交距離和戴口罩等措施。然而，這些非常不受歡迎的措施將很難在夏季恢復實施。因此，在九月份可能恢復衛生措施之前，統計數據可能會進一步惡化。在中國方面，隨着上海地區出現新病例，「清零」政策可能很快導致新的封城措施。因此，新冠疫情將繼續影響我們的日常生活並限制經濟活動。



東方匯理資產類別觀點

	資產類別	觀點	1個月內的改變	理由
股票平台	美國	=/+		經濟衰退並非我們的基本情景，但在高通脹情況下美國聯儲局繼續收緊政策可能會對增長產生影響，從而對企業盈利產生影響。消費和勞動力市場依然強勁，我們小心並優先考慮價值型、優質型和股息導向型的股票。然而，我們避免昂貴的增長型和超大型價值型股票。
	美國價值	+		過去一個月的拋售未能抑制價值股的出色表現，但我們認為投資者應該慎選，探索週期性較少的公司並保持對優質股的偏好。在高通脹時期，應優先考慮能夠以股息等形式向股東返還多餘現金的企業，並具有強大的自下而上分析能力。
	美國經濟增長	-		隨著股票和利率的重新定價持續，我們認為估值依賴於未來現金流的增長型股票可能會被進一步拖累。儘管科技等領域的估值有所下降，但估值仍然不便宜，因此我們對增長整體保持謹慎。
	歐洲	-	▼	俄烏戰爭加劇了通脹壓力，並可能對該地區的需求造成壓力，從而影響企業盈利（進而影響估值）。在這種環境下，我們在短期內保持警惕，並相信資產負債表強勁且有將不斷上升的成本轉嫁給消費者的企業應該能夠保持利潤。
	日本	=		環球增長放緩可能會令出口驅動的日本市場承壓，但日圓疲軟可能會支撐該國股市。鑑於國家市場的週期性，我們保持中立。
	中國	=/+	▲	隨著中國轉向健康的國內消費驅動型增長模式，中國與環球經濟的脫節、支持性政策和經濟重新開放描繪了一幅更好的畫面。我們對內地股票持樂觀態度並保持選擇性。
	新興市場	=		儘管我們在最近的重新定價後看到了有吸引力的估值，但我們仍然保持謹慎。當我們尋找商品出口國（巴西、阿聯酋）和基於強勁國內需求的投資機會時，慎選和分散的理由很明顯。整體而言，我們具有估值意識，並繼續偏好價值而非增長。
固定收益平台	美國政府債券	=		隨著聯儲局繼續積極收緊政策，核心收益率面臨來自經濟增長和聯儲局加息的雙重壓力。我們目前仍接近中立，略微負向傾斜，並隨時準備根據終端利率和通脹的演變調整這一立場。我們限制了我們對TIPS的看法。
	美國投資級公司債券	=/+		我們對美國投資級債券保持溫和樂觀，特別是評級較高的信貸，因為它能提供有吸引力的利差，而且該國顯示出強勁的消費和彈性的勞動力市場。由於公司有將更高的投入成本轉嫁給消費者，公司基本面也很強勁。然而，估值並不便宜。
	美國高收益公司債券	=		在關注流動性和公司特定因素的情況下，我們對高收益債券持中性態度。我們正在密切關注聯儲局激進的貨幣立場和任何最終收緊金融狀況所導致的任何潛在利差擴大。
	歐洲政府債券	=		經濟不確定性和碎片化風險，加上高通脹和歐洲央行收緊政策，保證歐洲核心的久期接近中性。然而，我們在跨歐洲曲線的方法中保持靈活和戰術策略，並密切關注政策路徑。在外圍債務方面，我們保持中立。我們等待歐洲央行的新框架更加明確，以防止分裂，因為央行旨在在不損害經濟增長的情況下收緊政策。
	歐洲投資級公司債券	=		經濟增長的持續不確定性、歐洲央行的強硬姿態以及對盈利的擔憂（由於投入成本高昂）給前景蒙上了一層陰影，儘管企業基本面暫時保持強勁。投資者應考慮增加優質流動證券，而非高槓桿證券。
	歐洲高收益公司債券	=		雖然目前違約率很低，但如果經濟環境惡化，我們可能會看到流動性問題出現。因此，為了尋找有彈性的資產負債表，我們根據流動性和質量風險來區分高收益投資機會。整體而言，我們不喜歡在資產類別中進行定向敞口。
	中國政府債券	=/+		中國債券繼續提供多元化投資（分散投資）機會至環球投資組合。再加上中國央行溫和的寬鬆立場，這應該對政府債券有利。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+	▼	我們略微看好硬通貨債券，偏愛高收益債券，我們認為其估值相對於投資級債券具有吸引力。然而，我們保持了堅實穩固的自下而上選擇偏差。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們看到本幣債券領域存在分歧，偏向拉丁美洲（商品出口），而對亞洲持謹慎態度。由於美國利率較高以及可能轉向避險資產，我們對新興市場外匯特別謹慎。
其他	大宗商品			在通貨膨脹時期，大宗商品提供了堅實的多元化投資潛力。在供應稀缺的預期下，我們對石油持溫和的樂觀態度，這應該會抵消中期需求放緩的影響，即使價格近期會出現波動。我們對西德克薩斯中級原油（WTI）的三個月目標為每桶105美元。
	貨幣			我們認為，短期內美元反彈沒有理由停止，並認為在聯儲局強硬、美國生產率提高和歐洲經濟增長放緩的背景下，歐元兌美元可能接近平價（六個月目標維持在1.02）。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年6月28日對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育目的使用，並可能有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。IG-投資級公司債券；HY-高收益公司債券；EM Bonds HC/LC-新興市場硬通貨/本幣債券；WTI-西德克薩斯中級原油；QE-量化寬鬆政策。



發達國家

宏觀經濟前景

數據截至4/7/2022

全年平均 值(%)	實際國內生產 總值增長(%)			通脹 (消費物價指 數, 按年, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界各地	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6
發達 國家	5.2	2.4	1.5	3.0	6.5	3.3
美國	5.8	2.2	1.5	4.7	7.8	3.6
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
英國	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
歐元區	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
德國	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
法國	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
意大利	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
西班牙	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國:** 隨着高通脹侵蝕消費者的可支配收入和公司的利潤率, 增長放緩的跡象正在增加。雖然我們沒有看到第二季度的經濟活動收縮, 但我們預測的風險仍然是下行的。我們確實預計, 從現在到年底, 美國經濟的增長將低於潛在水平, 並在2023年之前保持類似的低於平均水平的增長軌跡, 因為收緊的貨幣政策會影響經濟中對利率最為敏感的部門。通脹應在年底前開始放緩, 但隨着通脹壓力繼續擴大, 通脹仍將顯著高於目標。
- **歐元區:** 第一季度GDP數據向上修正(從0.3%上調至0.6%) 掩蓋了疲軟的國內需求, 尤其是在消費方面, 這對今年剩餘時間來說並不是好兆頭。較高的已實現和預計通脹將轉化為較弱的國內需求動態, 使我們預計今年增長大致持平, 收縮風險集中在第二季度和第四季度。由於進入新一年的勢頭要弱得多, 2023年的增長預期也被大幅下調。由於油價上漲、管道壓力有增無減以及通脹壓力擴大和加速, 通脹正在被上調。
- **英國:** 與最近的月度GDP數據一致, 持續的高通脹將轉化為家庭實際可支配收入和公司利潤率的擠壓, 使技術性衰退成為重大可能性。儘管目前我們預計經濟將避免連續兩個季度出現負增長, 但由於通脹壓力依然強勁以及對消費者和企業信心的打擊可能尚未完全顯現, 風險仍傾向於下行。因此, 我們認為GDP仍處於收縮和疲軟擴張之間的鋼絲上, 而通脹勢頭依然強勁, 這與通脹壓力在較長時間內保持較高水平一致。
- **日本:** 該國的通貨膨脹率一直呈上升趨勢, 但仍處於低位。目前, 對經濟重新開放的樂觀情緒正在戰勝通脹擔憂, 推動服務業採購經理人指數在五月達到多年高位。相反, 製造業採購經理人指數連續第二個月回落, 反映出全球擴張降溫和外部需求減弱。整體而言, 我們預計日本的經濟復甦將從私人消費的反彈中獲得動力。其週期距離成熟還有一段距離, 並且仍在進行新冠疫情後的追趕。

主要利率展望

	15-06 2022	東方 匯理 +6個月	市場 共識 +6個月	東方 匯理 +12個月	市場 共識 +12個月
美國	1.63	3.4/3.6	4.38	3.7/3.9	4.83
歐元區	-0.5	1.00	1.14	1.25	2.2
日本	0.00	0.05	-0.02	-0.1	0.18
英國	1.00	1.50	1.78	1.75	2.30

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國聯儲局:** 聯邦公開市場委員會決定將政策利率上調75個基點——這是自1994年以來的最大一次加息——目前的目標區間為1.5%-1.75%。我們預計聯儲局將在七月再次加息75個基點。除此之外, 我們預計九月將增加50個基點, 十一月將恢復25個基點, 然後在2023年初達到3.75%的峰值。整體而言, 聯邦公開市場委員會宣佈在2023年之前更大幅度地收緊政策利率, 明年可能需要採取更多限制性政策來應對通脹。隨着最近通脹的發展, 聯邦公開市場委員會(FOMC) 希望更積極地提前加息。軟着陸的道路越來越窄。
- **歐洲央行:** 歐洲央行在其上次例行會議上仍保持鷹派態度, 如果通脹情況沒有改善, 將在七月開始加息25個基點, 隨後可能在九月加息50個基點。緊隨其後的是「逐步但持續的進一步增長路徑」。在常規會議之後的第15次特別會議上, 歐洲央行承諾設計一種專門的反碎片化工具並使用靈活的PEPP再投資: 預計新工具的規模和功能將在七月會議前更為清晰。
- **日本央行:** 日本央行在六月堅定地擺出鴿派異類姿態, 頂住了債券和外匯市場要求改變政策的壓力。日本央行總裁黑田東彥傳達了兩個明確的訊息: 1) 日本央行將堅持收益曲線控制(YCC) 以支持經濟復甦, 而擴大YCC區間則相當於收緊; 2) 日圓大幅貶值將損害經濟, 尤其是商業投資。他的聲明得到了首相岸田文雄的支持, 他認為外匯只是貨幣政策需要考慮的幾個因素之一。我們預計黑田東彥在任期間YCC不會有任何變化。
- **英國央行:** 英國央行在六月份預計加息25個基點, 與之前會議的6-3多數相同, 少數表示加息50個基點。儘管增長情況弱於預期, 但勞動力市場吃緊和通脹持續為未來會議作出更強有力的反應打開了大門, 發出了鷹派的訊息, 這與五月會議的鴿派基調相反。我們預計最後一次加息將在八月加息25個基點, 並在第四季度再加息25個基點, 但風險傾向於在八月採取更強勁的舉措, 主要取決於即將到來的通脹數據。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
歐洲央行理事會	7月21日
日本銀行金融政策決定會合	7月21日
聯儲局聯邦公開市場委員會	7月27日
英倫銀行貨幣政策委員會	8月4日

資料來源: 東方匯理研究所



新興市場

宏觀經濟前景

數據截至4/7/2022

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長(%)			通脹(消費物價指數, 按年, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界各地	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6
新興市場	6.9	3.7	4.3	4.3	8.3	5.5
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
巴西	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
墨西哥	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
俄羅斯	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
印度	9.1	7.7	5.6	5.1	7.2	6.3
印尼	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
南非	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
土耳其	11.4	4.7	3.4	19.4	72.7	30.3

資料來源: 東方匯理研究所

- **中國:**自上海重新開放以來,最大的爭論一直是復甦的強勁程度。我們觀察到全國卡車流量穩步但溫和回升,具有一個顯著特徵——由於地方政府對入境病例的謹慎態度,跨區域旅行受到很大限制,但每個城市的流動性恢復得更快。這不是「V」型反彈,而第二季度經濟很可能出現收縮。儘管採取了寬鬆措施,但考慮到房地產市場低迷和「清零」政策懸而未決,下半年的復甦很可能會低於趨勢水平。
- **南亞:**六月,區域央行並不意外,印度儲備銀行(RBI)和菲律賓南太平洋銀行(BSP)分別再次加息50個基點和25個基點,而印尼銀行(BI)和泰國銀行(BoT)維持政策利率不變。由於通脹前景增加,菲律賓南太平洋銀行(BSP)將繼續跟進,逐步提高政策利率。印尼銀行(BI)決定暫時忽略CCY的波動,這由鷹派的聯儲局和等待有關通脹走強的更明確信號所引發,這將很快發生。最後,泰國銀行(BoT)董事會已開始轉向較不鴿派的立場,可能會提前第一次加息(第三季度)。
- **哥倫比亞:**佩特羅(Gustavo Petro)成為哥倫比亞有史以來第一位左翼國家元首,亦是本次選舉週期中安第斯地區第三位左翼總統。佩特羅的政綱雄心勃勃,其中包括稅收、養老金、土地和醫療改革,禁止新的石油勘探——這對於雙赤字經濟來說是個很大的問題。他在當選感言中傳達了團結和對話的訊息。儘管有緩和的跡象,但制度更迭可能正在進行中,即使是有秩序的。與此同時,經濟從強勁的起點開始放緩,通脹接近兩位數,央行繼續以漸進但堅定的方式加息。
- **巴西:**由於強勁的貿易條款和各種刺激措施,上半年經濟活動重新加速,但由於通脹放緩但仍居高不下、兩位數巴西基準利率(SELIC)和政治噪音,除非進一步的財政措施抵消,否則可能會讓位於疲軟的下半年——我們預計2022年GDP將增長1.7%。年度通脹率可能在四月份達到頂峰,同比增長12.1%,有利的基數效應和減稅措施幫助通脹率在8%左右結束,儘管隨後通脹將放緩得更慢。巴西央行已預先宣布在八月又一次微調加息,並暗示在整個預測範圍內SELIC的持續時間較長。

主要利率展望

	15-06 2022	東方匯理+6個月	市場共識+6個月	東方匯理+12個月	市場共識+12個月
中國	3.7	3.6	3.7	3.6	3.7
印度	4.9	6	5.5	6.25	5.85
巴西	13.25	13.75	13.4	12.25	11.9
俄羅斯	9.5	8.5	9.1	7.5	8.15

資料來源: 東方匯理研究所

- **中國人民銀行:**六月份抵押貸款利率再次暴跌至2014年以來的最低水平,銀行同業市場利率處於超低水平。這與中國人民銀行再次下調政策利率背道而馳,因為流動性和融資條件實際上已經放鬆了很多。我們繼續將貸款市場報價利率(LPR)下調10個基點,信心不足。如果中國再次爆發大規模疫情,如有需要,這種削減將被用作情緒助推器。即使沒有進一步降息,我們預計中國央行將在2022年剩餘時間內保持寬鬆立場,以協助經濟復甦和財政刺激。
- **印度儲備銀行:**正如預期的那樣,六月,印度儲備銀行董事會一致投票決定繼續其貨幣政策正常化,將政策利率從4.40%提高50個基點至4.90%。正如會議紀要中明確顯示的那樣,焦點果斷地轉向通脹,因為董事會連續第二次將23財年的整體通脹預測從同比5.7%上調至6.7%。我們的內部預測仍較高,23年財年同比增長7.4%。我們確實預計政策收緊將持續到中性實際利率,因此意味着進一步加息100-150個基點。
- **巴西央行:**幅度更高,時間更長。巴西央行貨幣政策委員會(COPOM)在六月份將其政策利率上調幅度小於五月份(且低於聯儲局)50個基點至13.25%,並暗示八月份將再次上調相同或較小幅度的利率。委員會還略微偏鷹派地指出,為了將通脹率控制在目標利率附近,需要在更長時間/超過預測範圍內保持在收縮區域。我們看到八月的加息週期以13.75%結束,屆時政治週期將開始一段長時間,政策掉頭僅在23年第二季度發生
- **俄羅斯央行:**俄羅斯央行於6月再次將政策利率下調150個基點至9.5%。五月份通脹同比從四月份的17.8%下跌至17.1%。造成這一下降的主要因素是盧布走強和內需減速。消費者價格通脹(CPI)的下降主要來自非食品項目,但食品和服務業亦有所放緩。家庭和企業的通脹預期亦在下降。我們預計未來六個月俄羅斯央行將再減息100個基點,之後再下調100個基點,使政策利率在12個月內達到7.5%左右。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	7月20日
俄羅斯央行	7月22日
印度儲備銀行	8月2日
巴西央行	8月3日

資料來源: 東方匯理研究所



宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

(2022年7月4日)

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長 (%)			通脹 (消費物價指數, 按年, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
美國	5.8	2.2	1.5	4.7	7.8	3.6
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
歐元區	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
德國	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
法國	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
意大利	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
西班牙	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3
英國	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
巴西	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
墨西哥	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
俄羅斯	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
印度	9.1	7.7	5.6	5.1	7.2	6.3
印尼	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
南非	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
土耳其	11.4	4.7	3.4	19.4	72.7	30.3
發達國家	5.2	2.4	1.5	3.0	6.5	3.3
新興市場	6.9	3.7	4.3	4.3	8.3	5.5
世界各地	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6

主要利率展望

發達國家

	15/06/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	1.63	3.4/3.6	4.38	3.7/3.9	4.83
歐元區	-0.5	1.00	1.14	1.25	2.2
日本	0.00	0.05	-0.02	-0.1	0.18
英國	1.00	1.50	1.78	1.75	2.30

新興市場

	15/06/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
中國	3.7	3.6	3.7	3.6	3.7
印度	4.9	6	5.5	6.25	5.85
巴西	13.25	13.75	13.4	12.25	11.9
俄羅斯	9.5	8.5	9.1	7.5	8.15

長期利率展望

2年期債券孳息

	15/06/2022	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	3.37	3.4/3.6	3.73	3.2/3.4	3.73
德國	1.18	1.2/1.4	1.63	1.2/1.4	1.78
日本	-0.02	-0.10/0	-0.02	-0.10/0	0.01
英國	2.03	1.5/1.7	2.18	1.5/1.7	2.13

10年期債券孳息

	15/06/2022	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	3.41	3.2/3.4	3.52	3.1/3.3	3.52
德國	1.75	1.2/1.4	1.85	1.2/1.4	1.90
日本	0.26	0.1/0.3	0.36	0.1/0.3	0.44
英國	2.53	2.1/2.3	2.64	2.1/2.3	2.69

匯市展望

	17/6/2022	東方匯理 2022年 第四季	市場觀點 2022年 第四季	東方匯理 2023年 第二季	市場觀點 2023年 第二季
歐元/美元	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
美元兌日圓	135	130	128	123	127
歐元/英鎊	0.86	0.86	0.86	0.85	0.86
歐元/瑞士法郎	1.02	1.00	1.05	1.06	1.07
歐元/挪威克朗	10.50	10.41	9.75	9.89	9.60
	17/6/2022	東方匯理 2022年 第四季	市場觀點 2022年 第四季	東方匯理 2023年 第二季	市場觀點 2023年 第二季
歐元/瑞典克朗	10.68	10.64	10.29	10.43	10.09
美元/加元	1.30	1.35	1.26	1.23	1.25
澳元/美元	0.69	0.67	0.73	0.76	0.75
紐元/美元	0.63	0.61	0.67	0.69	0.68
美元/人民幣	6.72	6.95	6.70	6.50	6.55

資料來源: 東方匯理研究所



本行預測的免責聲明

宏觀經濟預測的不確定性非常高，並且只要有新的高頻數據出現，就會觸發頻繁的重新評估。在這一點上，我們的宏觀經濟預測包括較高的定性成分，從而降低了統計的準確性，並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

研究方法

一 情景

這些概率反映了由我們的宏觀金融預測所確定和定義的金融體制（中央、下行和上行情景）的可能性。

一 風險

風險概率為內部調查結果。要監控的風險分為三類：經濟、金融、（地緣）政治。儘管這三個類別相關，但它們具有與三個驅動因素有關的特定中心。權重（百分比）是在投資底線進行的季度調查得出的影響最大的方案所組成。



PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUE Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q2 2022 (16-05-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #20 - Stagflation and its roots in capital misallocation (9-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #19 - The fiscal illusion: no free lunch for investors (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #18 - The power of narratives for investors (02-06-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Theo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

WORKING PAPERS



Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)

Amina CHERIEF - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Mohamed BEN SLIMANE, Amina CHERIEF, Théo LE GUENEDAL, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

Edmond LEZMI - Thierry RONCALLI - Jiali XU, Quantitative Research, Amundi Institute

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)



PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Focus on Spain: macroeconomic projections and fixed income view (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

Macroeconomic projections for the Italian economy and fixed income implications (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

French elections results open a phase of political gridlock (21-06-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence, Amundi Institute

14-15 June FOMC meeting: Fed becoming worried about inflation expectations (17-06-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

A (stag?)flationary tantrum: assessing the current market sell-off (16-06-2022)

Vincent MORTIER, Group Chief Investment Officer - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Head of Equity Client Portfolio Management

3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst

Emerging Market Green Bonds - Report 2021 (09-06-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LUND Susan, Vice President, Economics and Private Sector Development, IFC

ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

進一步了解
東方匯理刊物

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Asset Allocation

重要資訊

本文件僅供參考。

本文件並不構成出售要約、購買要約邀請或任何證券或任何其他產品或服務之推薦。所引用的任何證券、產品或服務可能未在您所在司法管轄區之相關當局註冊出售，並且可能不受您所在司法管轄區的任何政府或類似機關的監管或監督。

本文件所載之任何資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。

此外，本文件中的任何內容均不在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2022年7月4日。投資多元化並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

此外，在任何情況下，參與本文件製作的任何人均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性 (包括但不限於利潤損失) 或任何其他損害承擔任何責任。

首次使用日期：2022年7月8日

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,143,615,555歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GPO4000036；總部地址：90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - d3sign

主編

Pascal BLANQUÉ——東方匯理研究所主席

編輯

Monica DEFEND——東方匯理研究所所長

東方匯理研究所撰文：

Valentine AINOUC——發達市場策略研究部副主管、CFA
Alessia BERARDI——新興市場宏觀與策略研究部主管
Sergio BERTONCINI——固定收益研究部高級策略師
Pierre BLANCHET——投資情報部主管
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監
Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師
Debora DELBO——高級新興市場宏觀策略師

常務副編輯

Pierre BLANCHET——投資情報部主管
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

Patryk DROZDZIK——高級新興市場宏觀策略師
Delphine GEORGES——固定收益高級策略師
Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師
Lorenzo PORTELLI——跨資產研究部主管
Annalisa USARDI——跨資產研究部高級宏觀策略師
Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

東方匯理投資 洞察部共同撰文：

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察部主管
Pol CARULLA——東方匯理投資洞察專家
Laura FIOROT——東方匯理投資洞察部副主管

Ujjwal DHINGRA——東方匯理投資洞察專家
Francesca PANELLI——東方匯理投資洞察專家

設計及製作

Pia BERGER——傳訊專家
Benoit PONCET——傳訊專家